

苏州大学“211工程”资助项目
苏州大学金融学科质量工程建设重点教材

国际金融学

第三版

乔桂明 著



苏州大学出版社
Soochow University Press

INTERNATIONAL
FINANCE

苏州大学“211 工程”资助项目
苏州大学金融学科质量工程建设重点教材

国际金融学

(第三版)

乔桂明 著

苏州大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际金融学/乔桂明著. —3版. —苏州: 苏州
大学出版社, 2017. 1
苏州大学“211工程”资助项目 苏州大学金融学科
质量工程建设重点教材
ISBN 978-7-5672-1724-9

I. ①国… II. ①乔… III. ①国际金融学—高等学校
—教材 IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第190518号

内容简介

本书以现代经济学理论和国际金融研究的最新成果为基础,用科学的观点与方法阐述货币资本在国际间周转与流动的规律、渠道和方式,揭示国际经济关系,特别是国际货币关系的演变与创新。全书共为十章,分别阐述了国际金融的研究对象和内容;外汇与外汇风险;汇率与汇率制度比较;国际收支与国际储备管理;国际资本流动与国际金融危机;国际金融市场发展与创新;经典的汇率理论;国际金融问题中其他重要理论;开放经济条件下的宏观经济政策及其协调和国际货币体系与国际金融组织机构。

本书是全国高等院校财经类专业规划教材,也是苏州大学出版社出版的东吴财经丛书系列教材之一,可作为全国高等财经院校和综合性大学商学院经济类、管理类学生国际金融课程的专用教材,也可作为广大从事经济特别是国际金融领域的理论工作者和实际工作者的参考书。

国际金融学

(第三版)

乔桂明 著

责任编辑 薛华强

苏州大学出版社出版发行

(地址: 苏州市十梓街1号 邮编: 215006)

苏州文星印刷有限公司印装

(地址: 苏州市宏葑新村80号(社区院区) 邮编: 215006)

开本 787 mm×960 mm 1/16 印张 21.5 字数 446 千

2017年1月第1版 2017年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5672-1724-9 定价: 48.00 元

苏州大学版图书若有印装错误,本社负责调换

苏州大学出版社营销部 电话: 0512-65225020

苏州大学出版社网址 <http://www.sudapress.com>

《国际金融学》第三版前言

由我和王怡、张咏梅老师编著的《国际金融学》第一版和第二版分别于2005年8月和2010年8月由中国财政经济出版社出版,由于该书适合于中国金融开放与创新的时代背景,特别是满足了我国国际金融市场迅速发展的需要,受到社会各界,特别是从事金融教学和理论研究工作者的普遍欢迎。由于本书理论与实际紧密结合,同时又充分体现了与时俱进、开放创新等时代气息,受到社会各界的一致好评。《国际金融学(第二版)》从2010年出版至今,又过去了5个多年头,根据国际上畅销教材的出版惯例,又到了该做修订的时候。在苏州大学国际金融教学团队的共同努力和众多兄弟院校金融相关专业师生的鼎力支持下,新版教材终于成稿。

本教材为全国高等院校财经类专业“十二五”规划教材,先后获得苏州大学精品教材、优秀教学成果一等奖和江苏省金融学质量工程培育点建设重要优秀成果等荣誉。《国际金融学(第三版)》虽然相对于以前版本做了一系列调整和改动,但依旧保留了前两版的优秀品质。继续保持编著者对国际金融研究知识和逻辑与脉络的一贯理解,即货币与资本运动的原理研究;外汇、汇率和国际资本流动;货币与资本运动的平台研究;国际金融市场、国际货币体系、国际金融组织机构和国际经济组织协调;货币与资本运动的结果研究;国际收支与国际储备,强调了宏观与微观的一体性、内容与形式的完整性,以及逻辑与脉络的严密性。整部教材引导学生学习经典理论,分析实际现象,探讨可行的国际金融问题解决方案。

2008—2014年,国际经济和金融舞台上风云变幻,跌宕起伏,热点不断。由美国次贷危机引发的“百年一遇”的国际金融危机继续发酵,对国际金融产品和交易、跨国公司经营管理、开放经济宏观经济政策选择等产生了极其深刻的影响。一方面,全球经济失衡问题更加突出,大国宏观经济政策的以邻为壑效应暴露无遗,美元、欧元、日元等主要货币的汇率表现动荡不安,国际资本流动方向和规模频繁变化,前景不明,欧债危机、俄罗斯卢布危机、全球量化宽松货币政策等逐渐升级,国际金融体系改革任重道远——如此复杂多变的国际金融新局面,对开放程度日益提高的新兴市场国家提出了严峻挑战。另一方面,中国经济和金融与世界其他地区的融合程度越来越高,彼此相互依赖、相互影响。在此过程中,中国外汇市场和汇率形成机制逐渐完善,资本账户开放度稳步提高,上海、广东、福建、天津自由贸易区相继设立,人民币国际化的阶段性战略目标正在实现——这表明,无论是国内的微观个体还是宏观决策层,都必须认真学习有效对抗外部冲击的本领,以尽早适应经济全球化所固有的利益输送与危机传染并存的双重属

性。为了迎合近年来国际经济形势的深刻变化和中国金融开放与创新向纵深发展,需要对国际经济的人才知识结构做出新的定位,使其更好地满足对人才培养的需要。

《国际金融学(第三版)》教材的修订工作正是在前述背景下完成的。此次修订的特点主要体现在以下几个方面:

其一,能够反映国际金融领域的最新发展和有关研究的最新成就。为此,我们在编写过程中充分注意吸收本学科的最新成果,尽量采用最新的研究成果和统计资料。对于一些不适宜作为基本知识进行介绍,却能反映最新动态的内容,以专栏或附录的形式给出,以拓宽学生的视野,丰富背景知识。

其二,大量使用图表、举例、专栏等丰富多样的形式,深入浅出地讲解国际金融基础知识和经典理论,分析国际金融现象与事件,利用新增加的导读、学习重点与难点、专栏、核心概念和复习思考题等多种形式明确教学与复习的重点。

其三,全书对知识核心的传递更加明确,结构体系更加紧凑。金融学研究的核心对象是货币资金,而国际金融学是研究货币资金在国际间流动、运作及由此引发的一系列金融行为的规律的一门学科。可见,货币资本仍然是国际金融学研究的核心,但它所研究的货币不再是在一国国内使用的货币,而是国际货币或外汇,所以本书以外汇作为切入点,以汇率作为核心,围绕这个核心展开叙述。全书框架按照基础知识、经典理论和宏观管理三部分来进行布局,使结构体系更加合理紧凑。

其四,与时俱进,对原有教材存在的不足做了进一步弥补和改进。《国际金融学》一书自2005年出版以来受到市场的普遍欢迎,但在过去的十年中,尤其是近几年,国际政治经济关系和国际金融市场发生了明显变化,如美国量化宽松货币政策的退出、人民币国际地位的迅速崛起、亚洲基础设施投资银行的创立等,使原教材内容在很大程度上落后于国内外实际情况的变化,对原有内容的修正与补充已迫在眉睫。所以编者在关注形势变化和认真听取各兄弟院校师生对教材使用情况的意见后,决定出版《国际金融学》第三版。第三版与前两版相比,除了更新涉及国际金融领域的体制改革、环境变化、业务发展等最新变革内容以外,还做了以下具体修改:一是将全书设计为三大板块,即国际金融基础、国际金融理论和国际金融宏观管理。基础部分侧重于对国际金融框架体系、知识结构的初步阐述和完整理解;理论部分是在对国际金融基本知识学习的基础上,对国际金融涉及的各种理论做了深度分析和广度介绍,强调了每种理论的产生背景、重要贡献和局限性的讨论与评价,以满足专业理论工作者和报考金融学硕士、博士生的知识功底需要,也便于教师在教学过程中针对不同的教学对象对教学内容进行取舍;宏观管理部分主要体现对国际金融管理问题的应用性研究,深入阐述开放经济条件下的内外均衡政策和国际货币体系的演化、运行及其对世界经济的影响,同时介绍国际金融组织机构的地位和在国际经济管理中的作用。

《国际金融学》第三版力求体现学术性、历史性和前瞻性的统一,理论与实践紧密结

合,突出一个“新”字,以反映国际金融领域的最新理论和实践成果。《国际金融学》第三版由乔桂明教授完成全面修改与审定,博士研究生屠立峰,硕士研究生张怀洋、卞牧星和张栋杰等参与了部分资料的搜集和整理工作。

在本书的再版过程中,充分吸收了当代国内外国际金融研究领域专家学者的最新研究成果和学术观点,苏州大学出版社薛华强编辑为本书的出版付出了辛勤的劳动,在此表示衷心感谢。

苏州大学东吴商学院教授、博士生导师

乔桂明

2016年10月于苏州大学东吴商学院

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 国际金融的内涵与学科发展	(1)
第二节 国际金融的研究对象和研究内容	(3)
第三节 当代世界金融变革的特征与趋势	(4)
第四节 学习国际金融的意义与方法	(10)

国际金融基础

第二章 外汇与外汇风险	(16)
第一节 外汇的产生和发展	(16)
第二节 外汇的形态与分类	(19)
第三节 外汇的作用	(24)
第四节 外汇管制	(27)
第五节 外汇交易与外汇风险	(42)
第六节 外汇风险的防范策略与措施	(51)
第三章 汇率与汇率制度比较	(59)
第一节 汇率的概念及其标价方法	(59)
第二节 汇率的分类	(61)
第三节 汇率决定与变动及其对经济的影响	(68)
第四节 汇率制度的比较与选择	(80)
第四章 国际收支与国际储备管理	(87)
第一节 国际收支与国际收支平衡表	(87)
第二节 国际收支分析	(99)
第三节 国际收支调节	(106)
第四节 国际储备	(112)
第五章 国际资本流动与国际金融危机	(129)
第一节 国际资本流动	(129)

第二节	国际金融危机	(138)
第三节	国际债务危机	(143)
第六章	国际金融市场发展与创新	(152)
第一节	国际金融市场概述	(152)
第二节	国际金融市场业务	(158)
第三节	欧洲货币市场	(169)
第四节	国际金融衍生工具市场	(176)

国际金融理论

第七章	汇率理论研究	(194)
第一节	汇率理论所要研究和解决的主要问题	(194)
第二节	早期的汇率理论	(196)
第三节	金本位向不兑换纸币过渡时期的汇率理论	(199)
第四节	第二次世界大战后的汇率理论	(209)
第五节	汇率理论的进一步发展	(222)
第八章	国际金融问题中其他重要理论	(228)
第一节	国际收支理论	(228)
第二节	国际资本流动理论	(238)
第三节	货币危机理论	(251)
第四节	三元悖论问题	(264)

国际金融宏观管理

第九章	开放经济条件下的宏观经济政策及其协调	(268)
第一节	开放经济下的宏观经济政策目标和工具	(268)
第二节	政策搭配原理	(272)
第三节	开放经济条件下的政策选择	(278)
第四节	宏观经济政策的国际协调	(285)
第十章	国际货币体系与国际金融组织机构	(295)
第一节	国际货币体系	(295)
第二节	国际金融组织机构	(318)

第一章 导论

本章作为本书的导论,首先将对国际金融的内涵和学科发展进行阐述,然后讨论国际金融的研究对象、研究内容和当代国际金融变革的特征与发展趋势,最后论述学习国际金融的意义和方法。通过本章的学习,试图让广大读者进入国际金融学的殿堂。

第一节 国际金融的内涵与学科发展

在当代国与国之间的经济交往中,不仅发生以商品和劳务为主要内容的国际贸易,而且大量发生着以国际信贷、国际投资等引起的以货币资本运动为主的国际金融关系,从历史的观点看,国际金融随国际贸易的产生而产生,其研究的范围也随国际经济合作方式的不断丰富和合作领域的不断拓宽而扩大,从最初仅服务于国际贸易的货币兑换和贸易资金收付结算,发展到目前脱离国际贸易直接为一国国民经济服务的国际信贷、国际投资等活动。这些形式多样的国际金融交易引起的国际资本流动不仅数量庞大,而且以其独立的运动规律影响着国际经济的发展。

与历史的发展相对应,国际金融成为一门独立学科也是一个逐步发展的过程。学科的萌芽可追溯到 200 多年前,它是在国际贸易学的基础上产生的,并曾长期依附于国际贸易学。这主要是由于早期各国间的联系以商品贸易为主,货币是商品交换的媒介,国际间的资金流动仅是商品流动的对应物。第二次世界大战后,生产和资本国际化迅速发展,与之相适应,国家之间的货币金融关系也日益发展。同时,随着布雷顿森林体系的建立,国际金融领域出现了不同于以往的人为的制度安排的方式,这使得国际金融方面的问题开始具有某些独立的特征,引起了更多研究者的关注。

20 世纪 50 年代和 60 年代,西方开始出现专门以国际金融问题为研究对象的学术专著,现代意义上的国际金融学已具备雏形。但学者们对国际金融学的研究对象仍有不同的理解,国际金融学的研究范围尚未明确界定。第二次世界大战以后,确切地说是 20 世纪 60 年代以后,国际金融才摆脱了对国际贸易的依附,成为一门独立的新兴的经济学科。在这之前,国际金融则属于国际经济学的一个组成部分。国际经济学是研究稀缺资源在世界范围内的最优分配以及国际间商品和生产要素的流动原因与方式的一

门经济理论学科。其内容主要包括国际贸易和国际金融的理论,注重的是对国际经济活动和国际经济关系的研究。所以时至今日,还有一些国家(例如美国)的大学教科书仍把国际金融放在“国际经济学”中讲授。但从20世纪60年代后,包括美国在内的西方发达国家的一些大学已逐渐让“国际金融”脱离“国际经济学”而成为一门独立的学科。“国际经济学”也常被“国际贸易”和“国际金融”两门独立学科所取代。随着科技的进步和经济的发展,国际金融活动中的实务交易内容不断被强化。人们公认,如果没有一定理论深度和实务操作相结合的国际金融教科书,那么,要想培养出国际经济活动急需的国际金融人才是不可能的。自然,国际金融学除了要有深刻而完整的理论体系外,还应包括一些必要的实务操作技能。20世纪70年代后,布雷顿森林体系崩溃,世界经济进入了所谓的无体系时代。同时,国际间资本流动尤其是金融性资本的流动规模迅速扩大,其存量以远远高于贸易量的速度发展,其流动越来越具有独特的规律。20世纪80年代以后,经济金融化和一体化趋势加速,国际金融的新现象、新问题层出不穷,国际金融的领域不断拓宽,国际金融在国际经济关系和国民经济运行中的地位日益重要。为顺应这一潮流,欧美教育界开始出现了国际金融方面的专门教材,国际金融学逐渐发展成为一门真正独立的学科。

国际金融虽然日益重要,但关于国际金融的内涵至今仍未有统一的看法。学术界依然是仁者见仁、智者见智,这足以说明国际金融理论和实际活动之复杂。尽管如此,国内外的一些专家学者还是从不同角度尝试着为国际金融下定义。以下几种描述是在相关文献中经常看到的:①查尔斯·金德尔伯格认为,国际金融学作为经济学科的分支,它主要考察各国之间的经济活动和经济关系。②蒂尔伯特·斯耐德认为,国际金融学主要研究国际经济关系,其中包括与国际分工、国际商品交换、国际间劳动力流动和资本流动相联系的货币关系。③彼得·凯恩认为,国际金融学是以国家为经济单位,考察国与国之间经济关系的一门科学。④新贸易理论主要代表人物保罗·克鲁格曼认为,国际金融学是研究扩大了范围的经济学,国际金融特指有关国际贸易或范围更广的国际收支方面的金融活动。⑤小岛清则认为,国际金融学是有关生产要素自由流动和消费者选择自由受到限制的一种不完全竞争的理论,是国际商品交换领域实行自由竞争但又考虑收支平衡条件的经济理论。⑥国内金融专家易纲、姜波克、马君璐、陈雨露、裴平等则在研究国际专家学者有关理论基础普遍认为:国际金融是研究货币资本在国际间周转与流通的规律、渠道和方式以及阐述国际金融关系发展的历史与现状的一门理论与实务相结合的学科。

第二节 国际金融的研究对象和研究内容

国际金融作为经济学科的一个新领域,它有着自己特定的研究对象。国际金融当然以国际金融活动为研究对象。具体来说,它是以货币的国际间流动、资本的国际间转移以及国际金融活动与世界经济、各国经济之关系为研究对象的学科。从全球视角来看,国际金融研究国际间货币金融关系和运行;从一国视角来看,国际金融研究开放经济中对外货币金融关系和活动。国际金融作为一门新兴学科,它的主要任务是:通过分析国际金融的诸项活动,揭示国际间货币运动和资本移动的规律,阐述国际金融活动与各国经济(包括世界经济)的内在联系。

根据国际金融的研究对象和任务,我们认为国际金融的研究内容包括国际金融理论和国际金融实务两大部分。

国际金融理论的研究是在对国际金融活动进行抽象、归纳和推理的基础上,对一些基本概念进行界定,对国际金融活动中的基本关系和基本规律进行揭示,对不同的国际金融观点进行阐述。国际金融理论的研究内容主要包括:

一是关于货币国际间流通的基本理论,即外汇与汇率理论。这一理论主要由以下几方面内容组成:外汇的概念;外汇汇率的概念、标价方法和种类;影响汇率的因素;汇率制度;汇率对经济的影响;汇率决定与变动的理论。

二是关于资本国际间流动的理论:资本国际间移动的含义及类型;跨国公司与国际资本流动的理论 with 实证分析;国际资本移动的特点与新趋势。

三是关于货币、资本国际间运动的结果理论,它由国际收支理论和国际储备理论构成。首先,货币、资本的运动会导致一国国际收支的变化,国际收支的变化不仅影响各国宏观经济,而且也是国际金融活动中的矛盾焦点。因此,要研究国际收支的概念、国际收支平衡表编制、国际收支的调节和国际收支的理论与政策。其次,国际收支的变化又会导致国际储备的增减,而国际储备反过来会影响国际收支和汇率的稳定。因此,要研究国际储备的概念、构成及作用;要对国际储备需求进行分析,对国际储备供给管理进行研究。

四是关于国际金融市场的理论。国际金融市场作为一切国际金融交易活动的平台,包括货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场和各种创新性的金融衍生品市场等。在国际经济运行中,国际金融市场的交易活动与一国的国际收支构成紧密联系。一国在其对外政治、经济和文化的联系中所发生的国际收支,无论是贸易收支还是非贸易收支,是长期资本流动还是短期资本流动,是货币的交易还是黄金的买卖,无不通过国际金融市场来实现。随着历史的变迁,国际金融市场在第二次世界大战后经历了三个阶

段的变化:伦敦、纽约和苏黎世并列的国际金融市场;欧洲货币市场的形成与发展时期的国际金融市场;发展中国家金融市场的发展与国际化时期的国际金融市场。因此,本部分主要研究现代国际金融市场的形成与发展、欧洲货币市场、国际资本市场、国际黄金市场以及当代迅速发展的金融期货、期权和互换市场。

五是关于国际金融活动协调的理论。国际金融活动是世界范围内国与国之间的货币、资本运动,若各国均仅考虑本国如何获取最大利益,而不考虑别国利益,则国际金融必然处于一种无序状态,到头来各国的利益都会受到损害。因此,国际金融活动存在着协调问题。“协调问题”的研究内容包括:其一,为了适应国际贸易和其他支付的需要,各国政府要协调确定一系列原则安排和惯例,因此,要讨论国际金融活动的协调内容——国际货币体系。其二,当今的世界是开放的世界,在开放经济的条件下,各国制定和执行国际金融政策,以及参与国际金融各项业务活动都要考虑本国的宏观经济目标与政策。所以,这部分还要研究开放经济条件下的宏观经济政策工具、开放经济的相互依赖性、开放经济条件下的政策搭配及经济政策国际协调的实践和方案。其三,为了保证国际金融活动的有序、有效,就需要有一个协调、管理和监督的机构,因此,还要介绍国际金融活动中的协调主体——国际金融机构。

国际金融实务部分主要涉及办理国际金融业务的程序和条件,各种外汇交易的方法、手段和工具。这里需要指出的是:第一,考虑到目前我国高校国际金融专业的课程体系基本上都安排了理论和实务两部分来教学,而本教材突出的是理论教学的缘故,故只选择其主要实务作概略介绍。第二,由于“理论”与“实务”很难截然分开,所以,不可能根据已有的理论来一一对应地介绍实务,当然在介绍实务时,也不可能完全不涉及有关的理论问题。本教材介绍的国际金融实务知识主要包括两个方面:外汇交易实务和外汇风险管理实务。具体内容为:即期交易、远期交易、掉期交易、期货交易、期权交易、互换交易和远期利率协定等基本原理和方法。同时我们对外汇交易风险、会计(折算)风险和经济风险的类型及各种风险的防范措施也作了分析与研究。

第三节 当代世界金融变革的特征与趋势

自从 20 世纪 70 年代末以来,世界金融发生了一场深刻的变革,其最主要特征是全球化。进入 21 世纪以来,这场变革还在继续,而且出现了加速发展的趋势。其基本特征被许多经济学家概括为自由化、国际化、一体化、证券化和全球化。当今世界的一个根本性大趋势就是经济全球化,而金融全球化就是其中的核心,更值得我们重视和关注。现将这五大趋势阐述如下。

一、金融的自由化

金融自由化开始于美国。自由化的涵义是相对于管制而言,也就是对管制的放松。在大萧条以后,美国逐步形成了对金融业(主要是银行业)的管制。管制主要表现为:(1)对银行支付存款利息率限制的“Q 条例”(Regulation Q);(2)对银行进行证券业务的限制(格拉斯-斯蒂格尔法);(3)存款保险制度;(4)对金融市场和金融机构的管理与监督(证券与交易委员会、存款保险公司、贷款保险公司、住宅贷款局等);(5)限制新银行开业;(6)联邦储备银行的集中和加强等。20 世纪 70 年代以后,美国出现了一股对大萧条重新认识的思潮。这种思潮认为 30 年代银行发放冒险性贷款和进行风险性投资并非政府管制不严所致,当时的问题本来是可能通过一个强有力的中央银行(最后贷款人)来解决的。因而认为对银行和其他金融机构进行严格的管制是错误地总结了 30 年代银行危机的教训。除了这种认识方面的原因外,经济条件的变化对金融自由化的发展也起了强有力的推动作用。1965 年之前,在普遍低利率的情况下,“Q 条例”并未形成实际约束,因而未能影响银行的存款吸收能力。而在 1965 年之后,由于利率普遍提高,政府管制就产生了约束力,从而限制了银行的获利机会。存款人把资金转向利息率不受限制的票据和证券。非银行的金融机构的出现更是吸收了大量的存款。银行设法通过发行商业票据、回购协议和吸收欧洲美元等方式进行反击。管制必然导致逃避管制,各种金融创新应运而生。大额存单、回购协议、商业借据(CP)、欧洲美元和货币市场基金等都是为了逃避“Q 条例”限制而创造出来的。面对雨后春笋般出现的金融创新,管制变得无能为力,而这些逃避管制的做法导致了银行效率的下降。而且,在无法有效实行管制的条件下强行实行管制,不但不能确保银行体系的安全性,反而会降低银行的安全性。由于以上这些情况的变化和发展,从 20 世纪 80 年代开始,西方各国先后对金融实行自由化。其中首先是利息率自由化(如逐步取消“Q 条例”),尔后是业务自由化(打破银行业和证券业的从业界限、逐步取消银行业务的地域限制等)。目前,西方国家的金融自由化已达到很高的程度,但各国的发展水平和速度是不平衡的。例如,日本为实现利息率自由化花费了近 15 年的时间,到目前为止,日本的金融自由化与欧美国家相比仍有差异。但是,无论如何,金融自由化已是大势所趋,即使是发展中国家也逐步步入了金融自由化的进程。

二、金融的国际化

金融国际化同金融管制和金融自由化发展密切相关。在 20 世纪 50 年代和 60 年代,大多数国家对国际资本流动实行严格的限制。在一些工业化国家,经常项目下的货币可兑换也只是刚刚实现,而大部分发展中国家仍实行外汇管制。在这样的背景下,尽管国际资本流动规模很小,但欧洲货币市场却逐渐发展起来。早在 1957 年,欧洲美元市场即开始形成。1958 年英格兰银行限制英国银行为外国客户提供英镑贷款,为了维持英国在世界贸易融资中的领先地位,英国银行把目光转向了美元。而欧洲货币的可

兑换性的恢复,使得欧洲银行可以持有美元存款,而无须先通过中央银行把美元兑换成本国货币。这些都促进了美元境外业务的发展。推动欧洲美元市场发展的另一个重要原因是,在美国政府加强金融管制的情况下,欧洲美元市场为美国银行逃避管制提供了一条途径。“Q 条例”不适用于外国人,如果一个美国银行先把美元存放在其设在伦敦的支行,再从该支行把存款转存回纽约本部,这笔存款就不受“Q 条例”的管制。于是,美国银行纷纷在欧洲建立分支机构。更重要的是,在欧洲美元市场上具有没有储备要求、不交再保险费、没有国家监督和干涉以及时区一致等有利条件。因此,欧洲银行(Eurobank)比美国国内银行具有更强的竞争力。换句话说,同美国国内银行相比,在欧洲银行的美元存款利率高、贷款利率低。这就使欧洲美元市场迅速发展起来。这种所谓欧洲银行并不是指某个欧洲国家的银行,而是指位于欧洲的离岸银行。这种离岸市场的出现,打破了传统意义上的国际金融市场的概念。传统的国际市场,只是发达国家国内金融市场的延伸,是市场所在国居民和非居民之间信贷的中介场所。其金融业务一般要受到该国法律、政策和市场规则的约束。而离岸市场是非居民之间的借贷中介场所,其业务一般不受东道国的法律限制。欧洲美元市场的发展可以看作是金融国际化的重要标志。对资本流动限制的失效促使西方国家放松了对资本国际流动的限制。例如美国在 20 世纪 60 年代为了解决因在欧洲投资而造成的国际收支问题,曾颁布所谓“利息平等税”,即购买欧洲债券和股票必须纳税。后来对美国银行的海外贷款和美国的对外直接投资也进行了限制。这些措施未能制止资本的外流,只是进一步刺激了欧洲货币市场和欧洲债券市场的发展。于是在 1974 年,美国只得取消了利息平等税。又如在石油美元回流期间,美国政府为了使美国银行摆脱在同欧洲银行竞争中的不利地位,解除了对美国银行向石油进口国贷款的限制。此后一段时期,西方国家所推行的金融自由化政策直接从正面推动了金融的国际化。金融自由化意味着允许资金流向能够提供最高回报率的地方,而不管这个地方是在境内还是在境外。

接着,发达国家又相继解除了对资本国际流动的限制,这是作为金融自由化政策的一部分。1979 年,英国取消了妨碍国际资本自由流入或流出的一切限制。到 1984 年,日本给予美国银行进入东京金融市场(包括承销政府债券)许多权利。1986 年,日本三家最大的证券公司获准在美国承销美国国库券。1986 年 10 月,英国取消了经纪人的固定佣金并进行了其他一些改革(所谓的伦敦“大爆炸”)。在这个时期,经营英国股票、债券的证券公司一下子由原来的 19 家增加到 49 家,其中包括大批外国公司。

综观目前的形势,在发达国家之间,各种形式的资本已基本上实现了自由流动。国际金融业务早已超越了传统的贸易融资范围。我们似乎可以这样来概括:欧洲市场的发展以及本国金融机构(资金)的准出和外国金融机构(资金)的准入是金融国际化的最主要标志。这种趋势如大潮的洪峰般不可阻挡,20 世纪 90 年代以来,我们看到这股洪流已在冲击发展中国家的大门。

三、金融的一体化

金融国际化是金融一体化的条件,国际金融一体化则是金融国际化的高度发展。一般认为,国际金融一体化的标志是:世界储蓄在对风险进行调整之后,将流向回报率最高的地方;不同金融资产在对风险进行调整之后,将提供相同的收益率。一体化意味着同一金融产品在不同国家和地区的市场上由于套利而只有一个价格。外汇市场是实现了一体化的金融市场的最高范例,它是一个世界范围的市场。外汇交易场所并非集中于世界的某一个地方,而是分布于世界的各个角落。世界上的国际商业银行的外汇部门通过路透社金融信息终端机和路透交易机(Reuter Dealing System)、德励财经金融信息终端机和德励财经交易机(Telerate System),以及同业专用电话,参加了全球电脑联网,为外汇交易提供了必要的通信条件。世界上主要的外汇中心是伦敦、纽约、东京、新加坡、中国香港、阿姆斯特丹、法兰克福、米兰、巴黎、多伦多和巴林。这些作为通信枢纽点的中心点使 24 小时的连续交易运作起来,伦敦仍是世界上最大的外汇交易中心。外汇市场的参与者包括中央银行、商业银行、经纪人、公司和个人。外汇市场的核心往往是巨型国际银行的货币交易室。外汇市场的主要交易是由商业银行之间的直接交易和通过经纪人的间接交易构成的。银行参与外汇交易主要是因为它们需要为其客户(包括政府、公司、银行和个人)提供货币服务(Currency Services),其中包括各种货币的支付、支票清算服务和货币的风险管理等。巨型国际银行的地区交易室为当地提供这类服务,而其中心交易室则在全球范围内调剂各种货币的余缺。由于货币交易规模巨大,这些银行在本国和其他国家间的外汇交易中起着举足轻重的作用。一般来说,这些银行要使自己的资产和负债的币种构成相匹配,常利用外汇市场消除和减少货币风险暴露(Currency Exposure)。如果它们预期某种货币将会升值,它们就会在短期内持有较多的这种货币。例如,在 1992 年年末至 1993 年年初的欧洲汇率机制危机中,由于预料英镑将会贬值,银行在风险暴露度所允许的范围内出售英镑,买进马克。英镑贬值之后,它们便出售马克,买回英镑,以恢复原有的匹配状态。在外汇市场上,通过发现潜在的购买者和出售者,经纪人对银行起着重要的支持作用。由于有经纪人提供各种信息,发现买者和卖者,外汇市场就变得更加有竞争性和高效率。由于外汇市场的一体化,在世界范围内,任何两种货币之间的汇率几乎都是一样的。一体化不仅意味着相同金融市场在世界范围内或某个地区内的连通,而且意味着不同金融市场在世界范围内或某个地区内的贯通。不同金融商品回报率的趋同可通过资金在两个市场之间流动或通过第三个市场间接实现。例如,由于投资者在欧洲市场购买和销售债券,欧洲各国资本的回报率趋向同一水平;欧元的出现就是金融区域一体化的最好例证。在欧洲的货币体系内,过去那种具有民族特征的金融体系和金融市场以及由此导致的分隔被高度一体化的货币体系和金融市场所代替。

四、金融的证券化

证券化是20世纪80年代中期以来国际资本市场的最主要特征之一。在金融体系中,资金的流动可以直接或间接地(通过中介所)进行。直接金融所涉及的是债权在借方和贷方之间的直接交换。这种交换往往涉及股票、债券和其他金融工具的交易。间接金融则涉及金融中介机构为借方和贷方所提供的服务。第二次世界大战后,国际银行贷款一直是国际融资的主要渠道,并于1980年达到顶峰,占国际信贷总额的比重高达85%。但从1981年开始,国际银行贷款地位逐渐下降,到80年代中期,国际证券已取代国际银行贷款的国际融资主渠道地位。1998年,全球证券资产第一次超过了银行信贷资产。20世纪90年代以后,国际金融市场已进入证券化的成熟发展阶段。

所谓证券化趋势是指借款人和贷款人日益通过直接融资实现资本的转移,而不是通过银行的中介来确立债权和债务关系。由于政府对商业银行的管制比较严格,通过资本市场的直接融资(发售股票、债券、商业票据等),能够以更为优惠的条件为借贷者筹集资金,这使银行在融资活动中渐失竞争优势。大企业越来越多地依靠发行股票、债券等方式筹集资金。信息技术的发展使得信息的获取变得相对容易(如对借款者资信的调查变得容易了),银行已无法垄断借款者的资信信息。信息技术的发展推动了证券化的发展。面对激烈的竞争,银行也逐步扩大其在资本市场的业务,减少金融中介业务。在欧洲市场上,自20世纪80年代以来,一方面,欧洲证券市场运转效率不断提高;另一方面,世界债券危机后银行中介成本提高。这样,在欧洲市场上银团贷款的比重下降,各种证券融资方式的比重上升。这些新的证券融资形式包括:非包销的安排(不通过银行包销或银行担保的证券融资),如欧洲商业债券(Eurocommercial Papers,即通常所称商业票据)和欧洲票据(Euronotes);已承诺的安排(银行担保的证券融资),如票据发行安排(NIF)和滚动包销安排(RUF)等。金融证券化的趋势也同投资者的机构化和投资者投资偏好的改变有关。在20世纪70年代早期,由于官方限制,获取和管理分散化国际证券资金的成本过高,养老基金、保险公司、互助基金等机构投资者在证券的跨国交易中所起的作用十分有限。进入20世纪80年代以后,由于自由化,机构投资者在证券跨国交易中的作用大大增加。在20世纪80年代中期以后,日本成为世界上最大的债权国。日本对美国的巨额贸易盈余所导致的资金由日本向美国的流动成为国际资本流动的主要特点。日本的剩余资金主要掌握在日本机构投资者(如养老基金和保险公司)的手中。出于争取高回报的考虑,这些机构投资者宁愿购买证券而不是取得银行存款。这样,证券市场便取代贷款市场成为国际资本流动的主要载体。与此相适应的是商业银行业的相对衰落和投资银行业的迅猛发展。从20世纪80年代中期到末期,作为对银团贷款量相对下降而证券化借贷活动急剧增加这种证券化的反应,国际银行纷纷迅速扩大自己的债券业务。虽然在20世纪90年代银团贷款在国际金融市场融资中的比重曾一度明显回升,但在东南亚金融危机过后,证券融资的增长速度又大幅度提

高,再次在国际金融市场融资中独占鳌头。

五、金融的全球化

当前,金融全球化已成为概括国际金融发展趋势的最标准用语。全球化指的是全球范围内的一体化。它已超越了只涉及国家之间金融交往的金融国际化概念。在一些经济文献中,全球化被形容为地域的消失(the end of geography)。金融全球化可视为金融一体化的最高阶段。正如国际化和一体化的情况一样,全球化的推动力量主要是“信息革命”和“解除管制(自由化)”。信息革命的表现主要有:通信技术和计算机技术的发展(通信卫星、计算机编程交易、图文传真机、自动转账支付机、电子销售点、电话银行、对谈通信屏幕、互联网等)。到 20 世纪 80 年代中期,60%的跨太平洋外汇交易、50%的跨大西洋外汇交易已是通过通信卫星进行的。卫星技术的应用大大增加了资金的全球流动。信息革命为金融全球化提供了技术条件。而以上所说的金融自由化、国际化、一体化和证券化就产生了金融全球化的内在必然性。在新的科学技术条件下,规模收益递减的规律在许多产业中已经失效,为了降低成本提高竞争力,金融产业的集中度和规模越来越大。通过合并与兼并,超巨型商业银行和超巨型投资银行不断涌现。如美国大通银行和化学银行的合并、日本三菱银行和东京银行的合并就是典型的例子。这些超大型金融机构的经营战略完全是全球性的:在全球范围内追求利润最大化,民族国家的边界对于这些金融巨头来说已不再是重要的了。全球一体化的趋势已经表现在各国利息率、市盈率、债务、股权比和资本充足率的趋同以及外国所有权比重的提高等方面。资金的流动将迅速导致同一币种在同一类型贷款的国内外市场利息率相等。套利者在外汇现货市场和远期市场间的套利活动则将保证(在扣除预期的汇率变动之后)不同币种的同一类型贷款的国内外市场利息率相等。随着金融全球化和日、美两国经济中许多结构性差别的消失,日本和美国股票市盈率的昔日巨大差别已完全改观。金融全球化的另一个重要方面是国家与国家间互相购买对方的资产,你中有我,我中有你,相互控制。到 20 世纪 80 年代末,美国 11.1%的商业资产(business assets)已为外国人所拥有。美国的国债市场在很大程度上是由中国和日本投资者支撑的。根据美国财政部公布的数据,2008 年年底,中国持有美国国债达到 7 274 亿美元,开始超越日本成为美国国债的最大持有国。而 2013 年,中国持有的美国国债总规模高达 13 159 亿美元,稳居世界各国/地区之首。这也是中国持有美国国债总量自美方有统计数据以来首次突破 1.3 万亿美元关口,创下历史之最。数据还显示,中国占各国/地区所持美国国债总额的比例为 23.2%,应该说这种现象是金融国际化的最新表现。

综合以上五个方面的情况分析,我们认为当前金融发展的基本趋势可总的概括为全球一体化。但这只是一种趋势,还不是普遍的现实。如要成为普遍的现实还须经过一个过程。值得我们思考的是:是否会出现更多的区域一体化集团?区域一体化是否会成为全球一体化的对立面?换言之,区域一体化究竟能促进全球一体化还是否定全